

INCONSISTÊNCIAS E COLAPSOS CAMBIAIS NAS ECONOMIAS EMERGENTES NOS ANOS 90: O CASO DO MÉXICO, SUDESTE ASIÁTICO E BRASIL¹

Paulino Varela Tavares² e Edison Benedito da Silva Filho³

RESUMO: As crises financeiras ocorridas nos países emergentes ao longo da década de 1990 trouxeram devastadoras consequências para o setor real dessas economias, e contribuíram para uma reflexão sobre a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos econômicos e institucionais para a contenção de ataques especulativos, bem como dos modelos convencionais de previsão de crises cambiais. Este artigo busca analisar os casos específicos do sudeste asiático, México e Brasil, verificando a adequação desses modelos e sugerindo a busca de aprimoramentos face as suas deficiências.

PALAVRAS-CHAVE: Modelos de crises cambiais. Países emergentes. Crise cambial.

INSUBSTANTIALITIES AND CURRENCY COLLAPSES IN THE EMERGENT ECONOMIES IN THE 90'S: THE CASE OF MEXICO, SOUTHEAST ASIA AND BRAZIL

ABSTRACT: The financial crises that the emergent countries went through in the 90's have brought devastating consequences to the real sector of these economies, and contributed to start a reflection on the necessity of improving the economic and institutional mechanisms in order to avoid speculative attacks, as well as improving the conventional models of foreseeing currency crises. This article analyzes the specific cases of Southeast Asia, Mexico and Brazil, in order to verify the adherence of these models and to suggest the necessity of improvements due to their problems.

KEY WORDS: Currency crises models. Emergent countries. Currency crisis.

¹ O artigo baseia-se na Monografia de conclusão de Curso de Graduação em Economia, 2001, na Faculdade de Economia da UFRGS. Título: MODELO DE CRISES CAMBIAIS. Orientador: Ex-Prof. Nuno Renan. Alterações foram feitas para aprimorar o tema, com a participação do colega Edison Benedito da Silva Filho.

² Doutorando em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professor da Faculdade Metodista de Santa Maria (FAMES), nos Cursos de Administração e Direito. Endereço: rua Dr. Turi, 2003, CEP: 97050-180, Santa Maria, RS. E-mail: paulino.tavares@metodistadosul.edu.br.

³ Doutorando em economia pela UNICAMP. E-Mail: edisonbsilva@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

A turbulenta década de 1990, marcada pela derrocada de várias economias promissoras da Ásia e da América Latina, foi precedida por três eventos econômicos que contribuíram decisivamente para disseminar uma epidemia de instabilidade financeira que se alastraria até contaminar praticamente todo o planeta. São eles: (i) a substancial elevação do fluxo de capitais em escala mundial, em especial para os países em desenvolvimento (eufemisticamente chamados de “emergentes”); (ii) o sensível crescimento da vulnerabilidade externa desses países, decorrente da ampla abertura comercial e financeira requerida para viabilizar políticas cambiais rígidas, âncoras fundamentais do processo de estabilização monetária; e (iii) o elevado grau de volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, em particular dos investimentos em portfólio. Além de suas mais nefastas consequências imediatas, as sucessivas crises dessa década evidenciaram a necessidade de uma revisão das políticas macroeconômicas usualmente sugeridas aos países emergentes, bem como do aprimoramento dos instrumentos tradicionais de previsão e análise de colapsos cambiais.

Este trabalho tem como objetivo descrever e analisar algumas das principais crises cambiais enfrentadas por países em desenvolvimento ao longo da década de 1990, a partir das abordagens dos modelos convencionais de crises cambiais (de primeira, segunda e terceira gerações)⁴. Na seção 2 descrevemos das principais características desses modelos; nas seções seguintes (3, 4 e 5) analisaremos, os casos do México, sudeste asiático e Brasil; e, por fim, apresentaremos uma síntese crítica da adequação dos modelos às respectivas crises, apontando os acertos e as deficiências da teoria convencional, bem como sugerindo a necessidade de novos aperfeiçoamentos.

2 A PRIMEIRA GERAÇÃO DE MODELOS DE CRISE CAMBIAL

Os modelos tradicionais de crises cambiais – desenvolvidos, entre outros, por Krugman (1979) – são os primeiros a apontarem como principal causa dos ataques especulativos a reversão das expectativas dos agentes econômicos em relação à capacidade da autoridade monetária na defesa da paridade cambial, por meio da venda incondicional das reservas. Buscando explicação mais coerente sobre a natureza dos ataques especulativos, Krugman (1979), e mais tarde Flood e Garber (1984), espelharam-se na abordagem de Salant e Handerson (1978), que, por sua vez, haviam demonstrado como as variações dos preços do ouro reagiam às expectativas dos agentes em relação à mudança das políticas governamentais.

⁴ Hipóteses básicas: (i) *perfeita informação*; (ii) *livre mobilidade de capital*; e, (iii) *previsão perfeita*.

Para Krugman (1979), em última análise, o principal responsável pelo ataque especulativo é o próprio governo ("agência" ou "autoridade monetária"), porque, ao mesmo tempo em que financia constantemente seu déficit fiscal pela emissão da moeda, também tenta manter arriscada paridade fixa da taxa de câmbio (commodity) mediante o uso de suas reservas internacionais. Para simplificar a apresentação matemática (em log) do modelo, optamos (pela recomendação do prof. Orientador) por modelo alternativo espelhado em Flood e Marian (1998). Esse teoricamente identifica-se com o modelo originalidade Krugman (1979). Naquela modelo, a renda nominal (y) é, por hipótese, constante. Também assumimos as hipóteses de perfeita mobilidade de capital e previsão. O equilíbrio monetário será então determinado por: $m - p = -\alpha(i)$ (1), sendo $\alpha > 0$; m é a oferta da moeda (ou seja, $r + d$) na economia doméstica a um nível de preços⁵ dado por: $p = (p^* + s)$; i corresponde à taxa de juros domésticos, determinada pela paridade a descoberto de juros $i = i^* + s_e$, representando i^* a taxa de juros internacionais e se a variação esperada da taxa de câmbio⁶; por fim, o parâmetro fixo α mostra a sensibilidade da demanda real por moeda em relação à taxa nominal de juros internos.

Por hipótese, não existe no modelo a expectativa de desvalorização cambial enquanto se mantiver a sustentabilidade das identidades $s = \hat{s}$ e $i = i^*$. Substituindo m , p e i em equação (1), teremos que $r + d - p^* - \hat{s} = -\alpha(i^*)$ (2), em que o financiamento do déficit público, por hipótese, é realizado por meio da expansão constante Ψ do crédito doméstico, seguida da estabilização dos juros e dos preços internacionais. A ampliação do crédito doméstico corresponde à uma queda nas reservas internacionais, ou seja, $r = -\Psi$. Em algum tempo t , as reservas internacionais se esgotarão, apressando, portanto, uma pressão contra a taxa de câmbio fixa em face das expectativas de uma futura desvalorização cambial.

Mas em que momento se dará afinal o abandono da política cambial? Quando o financiamento dos déficits se dá via criação de base monetária, o *shadow price* da taxa de câmbio se eleva gradativamente e, a partir do momento em que se torna maior que o valor estabelecido pela autoridade monetária doméstica, os especuladores passam a encetar ataques especulativos às reservas

⁵ Os preços domésticos p são obtidos, pela teoria de paridade de poder de compra (PPC), dado que os juros e os níveis dos preços domésticos estão sujeitos às condições internacionais de arbitragem. Então, $p = p^* + s$, representando p^* representa o nível de preços no mercado internacional e s a taxa de câmbio.

⁶ Essa variação da taxa de câmbio não só é esperada como também é realizada, e, por hipótese, supondo que o governo resolva fixar a taxa de câmbio (\hat{s}), onde $s = \hat{s}$.

cambiais⁷. Considerando que a "taxa de câmbio sombra" (ε) corresponde à taxa de câmbio de equilíbrio após o ataque especulativo, e que o mercado monetário e as reservas irão zerar após tal ataque, então a taxa de câmbio que equilibraria o mercado monetário seria consistente com $d - \varepsilon = -\alpha(\varepsilon)$ (essa consistência, contudo, só é válida se $i^* = p^* = 0$ – neste caso, a taxa de câmbio seria $\varepsilon = \alpha(\Psi) + d$).

Se o ataque às reservas internacionais atinge a magnitude $[-\theta r]$, então a taxa de câmbio começa a crescer imediatamente após o ataque. A "paridade descoberta da taxa de juros" exige uma reação no sentido crescente da taxa de juros interna para compensar a taxa Ψ , representando assim a primeira reação das autoridades monetárias. Esse aumento da taxa de juros na economia continuará até amenizar a pressão e refletir a desvalorização esperada da moeda nacional; e, assim, duas variáveis se ajustam no momento t : m cai até atingir o mesmo patamar da magnitude do ataque às reservas $[-\theta r]$ e da demanda por moeda doméstica. Essas duas observações mostram que, o tamanho do ataque às reservas será igual à sensibilidade negativa da demanda real por moeda em relação à taxa nominal de juros, a uma taxa constante $\theta r = -\alpha \cdot \Psi$. E, considerando que $dt = d\theta + \Psi t$ e $rt = r\theta - \Psi t$, no momento do ataque (t), as reservas tenderão a zero, propiciando a seguir uma condição ainda mais favorável de ataque $-\theta r = r\theta - \Psi t$ – ou seja, $T = (r - \alpha \cdot \Psi) / \Psi$. Portanto, os investidores racionais, fazendo uso de informações perfeitas, atacariam as reservas um pouco antes desse momento (Krugman, 1979), levando à flutuação do câmbio⁸.

Supondo que a pressão sobre m^9 seja esterilizada, ou seja, que a autoridade monetária resolva estabelecer uma política de intervenções mantendo a oferta monetária constante durante o ataque especulativo, enquanto a taxa de câmbio for fixada, o equilíbrio no mercado monetário será dado por $m - p^* - \hat{s} = -\alpha(i^*)$. E, logo após o ataque, as reservas internacionais serão exauridas¹⁰, fazendo com que: (i) a autoridade monetária abandone o regime cambial fixo, passando a permitir a flutuação do câmbio; (ii) a oferta monetária passa a crescer à taxa $\Psi > 0$; (iii) a taxa de câmbio também passa a crescer à taxa $\Psi > 0$ por causa da

⁷ Isso significa que a existência de desequilíbrios fiscais levaria os agentes a antecipar futuras expansões monetárias, gerando uma fuga em direção à moeda estrangeira até o momento em que a autoridade monetária seja afinal incapaz de sustentar a paridade fixa do câmbio. Essa fuga vem reforçar ainda mais a desconfiança em relação à política cambial do governo, e a tentativa dos investidores de anteciparem o colapso do câmbio precipita uma crise no balanço de pagamentos e a conseqüente desvalorização cambial.

⁸ Também a desvalorização da moeda é antecipada como resultado da inconsistência entre as políticas monetária e cambial.

⁹ Resultado da fuga de reservas internacionais.

¹⁰ O log das reservas é zero após o ataque.

adoção de câmbio flutuante e crescimento da oferta monetária; e, por fim, (iv) a paridade da taxa de juros determine que a taxa de juros domésticos passe a ser o somatório da taxa de juros internacional com a taxa de variação do câmbio, isto é, $i = i^* + \Psi$. Desse modo, teremos novo equilíbrio no mercado monetário: $m - p^* - \varepsilon = -\alpha(i^* + \Psi)$ (3).

Fazendo uma substituição simplificadora da equação (3) em $m - p^* - \hat{s} = -\alpha(i^*)$, obtemos nova equação $\varepsilon - \hat{s} = \alpha\Psi > 0$, que mostra que a taxa de câmbio sombra ε é maior do que a taxa de câmbio fixada \hat{s} , reforçando ainda mais a convicção¹¹ de que um país será incapaz de manter um regime de taxa de câmbio fixo no momento t , se a autoridade monetária optar por uma esterilização de um ataque contra a moeda local¹². Na opinião de Calvo (1996, p. 5), "Este modelo tem o mérito de explicar que, num mundo de previsão perfeita, uma característica comum observada em crises de balanço de pagamentos, é um ataque especulativo que leva ao abandono da taxa de câmbio fixo".

Flood, Garber e Kramer (1996), partindo do efeito da intervenção esterilizada, procuram estudar o ataque especulativo no mercado de títulos. Convencionaram que d continuaria crescendo à taxa Ψ e não variaria com o ataque especulativo desde que a política monetária doméstica fosse idêntica à descrita anteriormente, exceto pela tentativa de esterilização do ataque. Nesse caso, em vez da paridade descoberta da taxa de juros $i = i^* + s_e$, acrescenta-se um prêmio de risco ao *spread* entre as taxas de juros domésticas e externas para tornar o modelo básico compatível com a política de esterilização da taxa de câmbio. A taxa de juros doméstica será então determinada pela fórmula $i = i^* + s + \Omega(\pi - \pi^* - s)$, onde Ω é uma variável constante positiva ($\Omega > 0$), π é a quantidade de títulos públicos nacionais que estão nas mãos dos setores privados e π^* representa a quantidade de títulos, em moedas estrangeiras também nas mãos dos setores

¹¹ Nela existe perfeita previsibilidade futura, perfeita mobilidade de capital, ausência de barreiras às informações e a presença dos *forward-looking*.

¹² O modelo apresenta sérios problemas, uma vez que uma taxa de câmbio fixa é incompatível com uma política de esterilização, principalmente se a política de esterilização do ataque às reservas internacionais for a mesma que a de um ataque do mercado monetário para o mercado de títulos domésticos. Essa política corresponde, do ponto de vista da autoridade monetária, à expansão do crédito doméstico, que pode também ser usado para a aquisição de títulos do próprio governo. Para alguns economistas, essa nova ótica poderia resolver o problema da inconsistência entre a taxa de câmbio fixa e política de esterilização.

privados¹³.

As principais deficiências desse modelo são: (i) assume que o governo emite moeda para financiar déficit fiscal sem considerar as condições externas de acesso ao crédito; e (ii) a autoridade monetária decide exaurir por completo suas reservas internacionais para defender a paridade da taxa de câmbio. Na verdade, os governos podem tentar adequar suas condições fiscais às restrições no balanço do pagamento, e/ou podem abrir mão do uso de uma política monetária restritiva para controlar movimentos de pressão sobre o câmbio. Outra crítica importante ao modelo está relacionada à hipótese de que as causas exclusivas das crises são os desequilíbrios dos fundamentos econômicos. Mas outros modelos (subseção 2.2) mostram que uma crise cambial pode ter outras origens.

3 A SEGUNDA GERAÇÃO DE MODELOS DE CRISE CAMBIAL

Calvo (1996, p. 9) foi enfático ao defender que uma crise de balanço de pagamentos do tipo apresentado pelo modelo tradicional ocorreria ainda que o governo não estivesse apresentando déficit fiscal, bastando para isso que o setor privado produzisse suficiente déficit em conta corrente. Obstfeld (1994) desenvolveu um modelo alternativo denominado de modelo de segunda geração (ou modelo de equilíbrios múltiplos), resultado da abordagem do modelo anterior com o enfoque da teoria dos jogos de custo/benefício. A modelagem, por hipótese, supõe que o governo se depara no curto prazo com um *trade-off* entre a estabilidade econômica (ausência de flutuações cíclicas) e o desemprego. Dependendo da importância conferida a cada objetivo conflitante, o compromisso com taxa de câmbio fixa pode não ser viável se o custo da defesa for uma recessão, elevando o valor da loss function do banco central, isto é, tornando o custo da defesa da moeda maior que o benefício da estabilidade¹⁴.

¹³ Ao expandir de uma taxa constante Ψ , o governo estará incentivando os agentes econômicos a realizarem novos investimentos no país. Na prática, o governo transfere suas reservas (títulos em moedas estrangeiras) para o setor privado mediante um pagamento de juros que varia em relação inversa à de π^* . Há uma acumulação privada de reservas, cuja taxa de variação passa a ser dada por $r = -(\Psi) / (1 + \alpha\Omega)$ (4). Esta última fórmula reforça a ideia de que os *forward-looking* não esperariam que as reservas chegassem a zero antes de deflagarem o ataque. Por outro lado, como r (equação 4) é insensível ao ataque especulativo, e como a taxa de câmbio não pode "dar saltos", o equilíbrio no mercado monetário implica na condição adicional de que também os juros $i = i^* + s + \Omega (\pi - \pi^* - s)$ não deem saltos no momento previsto de um ataque, a fim de que o salto positivo de s seja igual ao salto para baixo (negativo) do prêmio de risco.

¹⁴ Nesse caso, segundo Obstfeld (1994), a crise não seria resultante de problemas com fundamentos econômicos, mas sim de profecias autorrealizáveis dos agentes, que podem precipitar um colapso cambial qualquer que seja a taxa de câmbio considerada viável.

O processo de formação das expectativas nesses modelos é mais complexo que nos anteriores, porque, no processo de compra e venda de divisas, a autoridade monetária pode utilizar a taxa de juros para cumprir metas cambiais e regular o nível de reservas internacionais, estabelecendo assim um *trade-off* entre juros e câmbio, no que um aumento dos juros visando a sustentar dada meta cambial impõe um custo recessivo sobre o nível de emprego. Os investidores então deixam de olhar somente para os resultados fiscais e passam a aperfeiçoar suas expectativas em função da percepção do limite aceitável de comprometimento do emprego exigido para sustentar a paridade cambial. Se os agentes apostam na instabilidade do arranjo "câmbio x juros", optando por ativos vinculados a divisas estrangeiras¹⁵, isso significa a antecipação de possível desvalorização futura e aumento da probabilidade da ocorrência de uma crise cambial, mesmo na ausência de desequilíbrios fiscais significativos¹⁶.

As reservas internacionais não são recursos esgotáveis nesse modelo, contrariando o limite de endividamento de Krugman (1997). Ao rejeitar esse limite, Obstfeld (1994) procura concentrar sua análise nas consequências dos efeitos de modificações das expectativas sobre a disposição da autoridade monetária em continuar defendendo o câmbio. Essa lógica permite-nos concluir que as razões que levam os *policy makers* a desvalorizar a taxa de câmbio podem estar vinculadas ao aumento no desemprego em decorrência da rigidez para baixo dos salários nominais, ao passo que os motivos principais que levam as autoridades a defenderem o regime de câmbio fixo (exemplo do Plano Real no Brasil) residem na importância atribuída ao controle da dinâmica de preços em um país com histórico de inflação crônica - em suma, há um dilema entre fixar o câmbio ou deixá-lo flutuar livremente¹⁷.

¹⁵ Portanto, os agentes tentam tirar proveito do dilema da autoridade monetária, que se resume em: garantir a confiabilidade da moeda local, pela sustentação da paridade da taxa de câmbio, mesmo que isso implique em aumentos recorrentes e significativos da taxa de juros, isto é, do custo recessivo de uma política monetária restritiva.

¹⁶ Obstfeld (1994) incorporou a sua análise o modelo de ataque especulativo de Flood e Garber (1984), para explicar uma situação em que um ataque especulativo pode destruir um processo de mudança esperada da política econômica. Para Obstfeld (1994), essa mudança pode ser o início de um processo de expansão do crédito interno, que, no modelo de primeira geração, é acompanhada de persistente déficit fiscal do governo, dando-se assim a origem da crise cambial. Por outro lado, Obstfeld (1994) afirma que, "embora o regime cambial seja viável, antes do colapso, a expansão monetária após o ataque especulativo acaba por validá-lo", porque o equilíbrio da economia está intrinsecamente dependente da ação do governo para atacar o problema. Nesse caso, portanto, o colapso cambial não é necessariamente resultado de uma discrepância entre política cambial e política monetária no período de regime de câmbio fixo.

¹⁷ Trata-se aqui do conhecido *trade-off* da Curva de Phillips: a desvalorização cambial produz inflação, mas também reduz o desemprego.

Diante da persistência do dilema, Obstfeld (1996) desenvolveu o modelo de crises autorrealizáveis para demonstrar o comportamento dos agentes em reação à sinalização da autoridade monetária. O modelo tem três agentes e algumas hipóteses fundamentais: o governo vende moeda estrangeira a uma taxa fixa de câmbio; um agente privado detentor de moeda doméstica decide mantê-la em seu portfólio; um agente privado detentor de moeda doméstica decide trocá-la por moeda externa ao câmbio fixo; a autoridade monetária tem limite máximo de reservas internacionais, r , para defender a taxa de câmbio de possíveis ataques especulativos; fatores econômicos internos e externos afetam as expectativas dos agentes em relação à própria defesa do câmbio estabelecido; e, por fim, as reservas internacionais utilizadas pela autoridade monetária na defesa de taxa de câmbio também têm função determinante dos *play-offs* do jogo não-cooperativo dos agentes privados.

JOGO 1 – “altas reservas”

| | | Jogador 2 | |
|-----------|--------|-----------|--------|
| | | MANTER | VENDER |
| Jogador 1 | MANTER | 0,0 | 0,-3 |
| | VENDER | -3,0 | -3,-3 |

Jogos de “altas reservas”: considera-se que o governo estaria disposto a gastar $r = 50$ de reservas para defender a taxa de câmbio e que os investidores têm cada um, em moeda nacional, o recurso no valor de 15 para ser vendido ou mantido; para ficar vendido em moeda doméstica, o investidor paga 3 . Se os investidores decidem vender seus recursos ao governo, este fica com $r = 20$, permitindo a manutenção do câmbio. Nesse caso, o investidor que vendeu recurso receberia -3 , independentemente do comportamento do outro investidor, pois manter moeda doméstica significa receber *zero*. E, nessas circunstâncias, o equilíbrio de NASH é único (quadrante superior esquerdo), permanecendo então o câmbio fixo, pois investir contra a expectativa da desvalorização cambial vigente é uma estratégia dominada pelo governo.

JOGO 2 – “baixas reservas”

| | | Jogador 2 | |
|-----------|--------|-----------|----------|
| | | MANTER | VENDER |
| Jogador 1 | MANTER | 0; 0 | 0; 4,5 |
| | VENDER | 4,5; 0 | 7,5; 7,5 |

Jogo de “baixas reservas”: as reservas a serem utilizadas na defesa do câmbio são apenas $r = 15$, e um investidor (com informação perfeita) pode forçar um colapso cambial (depreciação de 50% da moeda nacional). Se um agente opta por vender o seu bem, terá um ganho de capital de 7,5 (líquido de 4,5), depois de pagar os custos de permanecer vendido. Mas, se ambos optam por se desfazerem de seus bens, ambos ganham 50% (7,5) cada um das reservas do governo. Desse modo, o equilíbrio de NASH continua sendo único (quadrante inferior direito) e um colapso cambial se torna inevitável.

JOGO 3 – “reservas médias”

| | | Jogador 2 | |
|-----------|--------|-----------|------------|
| | | MANTER | VENDER |
| Jogador 1 | MANTER | 0; 0 | 0; -3 |
| | VENDER | -3; 0 | 3,25; 3,25 |

Jogo de “reservas médias”: o governo tem $r = 25$ de reservas para a defesa do câmbio, significando que nenhum investidor pode sozinho exauri-las – isto é, os investidores estarão propensos a cometerem falhas se resolverem apostar individualmente num ataque. Tanto o quadrante superior esquerdo quanto o quadrante inferior direito representam a condição de dois pontos de equilíbrio de NASH. Consequentemente, na condição (3,25; 3,25) os dois investidores vendem moeda doméstica e o regime entra em colapso, enquanto em (0;0) nenhum investidor acredita no ataque, permitindo assim a sobrevivência ao câmbio. O equilíbrio aqui possui componente autorrealizável, porque a taxa de câmbio necessariamente entrará em colapso, se for atacada.

Nas abordagens de escolha, a possibilidade da existência de equilíbrios múltiplos (JOGO 3) decorre do esforço dos agentes econômicos em antecipar um ataque especulativo¹⁸. Ou seja, a escolha depende dos *sunspots*¹⁹, os quais, por sua vez, determinam o comportamento dos agentes em relação às suas expectativas

¹⁸ Nesse caso, os fundamentos futuros e não os atuais são os que determinariam os ataques especulativos. Isso significa que o estado atual dos fundamentos da economia torna o colapso cambial possível, mas não necessário. Esse modelo diverge, portanto, daquele proposto inicialmente de Krugman (1979), que não previa circunstâncias nas quais não houvesse consenso atual de expectativas a respeito da viabilidade da política cambial, abrindo então vasto campo intermediário de possibilidades no qual nem tais fundamentos são tão fortes a ponto de prevenir por completo a ocorrência de ataques especulativos, nem tão fracos a ponto de torná-los inevitáveis.

¹⁹ Eventos circunstanciais que podem gerar a mudança do regime independentemente dos fundamentos.

de desvalorização²⁰.

3 A TERCEIRA GERAÇÃO DE MODELOS DE CRISE CAMBIAL

O chamado modelo de terceira geração de crise cambial tem origem numa crítica fundamental de Krugman (1998) aos modelos convencionais: a crise asiática de 1997 não poderia ser explicada por esses, uma vez que não havia indícios de degradação nos fundamentos econômicos nem expectativa da desvalorização cambial nas economias afetadas. Duas hipóteses são fundamentais na nova abordagem: a hipótese da existência de *relações comerciais* e de *dependência mútua* entre os países (concorrentes e/ou parceiros econômicos); e o conceito de *informação assimétrica*, que explica por que a crise cambial de um país influencia negativamente os demais em virtude da restrição indiscriminada do crédito²¹. Nesse caso, a origem da crise cambial (que é uma consequência endógena de uma crise geral da economia) encontrar-se-ia na assimetria de informação entre os agentes (credores *versus* devedores, acionistas *versus* administradores etc.), sendo pré-anunciada pelas dificuldades de solvência enfrentadas pelas instituições financeiras.

A ausência dos mecanismos institucionais de regulação dos empréstimos aos agentes privados contribui para o excesso de liquidez no mercado financeiro²², e, com o passar do tempo, o preço desses ativos começa a despencar quando seu retorno esperado se torna excessivamente baixo. Por outro lado, a crescente fragilidade do sistema bancário acaba induzindo um ataque especulativo, pois o aumento da oferta de moeda válida a corrida contra a moeda doméstica, causando um pânico financeiro e a perda considerável de reservas internacionais. Esses fatores estão intimamente relacionados à ideia de fenômenos autorrealizáveis e de ineficiência dos mercados, ou seja, quando os investidores não fazem uso correto das informações coletadas, pode haver espaço para o “comportamento de manada” e o “efeito contágio”.

²⁰ Esse tipo de comportamento errático mostra que, nesse modelo, a deterioração dos fundamentos é uma condição necessária, mas não suficiente, para a ocorrência de um ataque especulativo – a condição suficiente é dada por sua vez pelo surgimento de eventos exógenos, o que faz a crise cambial assumir a forma de uma profecia autorrealizável.

²¹ Apesar das diferenças de condições e estruturas econômicas entre países, na presença de assimetrias de informações entre os agentes há tendência inicial de generalização de expectativas que leva ao corte de crédito aos países afetados pela crise (*seleção adversa*). Esses países, por sua vez, passam a ter problemas de liquidez que elevam o custo da defesa da moeda doméstica, e que podem mesmo resultar no abandono do controle cambial por parte das autoridades monetárias.

²² E que, por sua vez, faz com que os preços dos ativos sejam elevados artificialmente.

3.1 "Comportamento de Manada"

Denomina-se "comportamento de manada" ao processo de imitação do comportamento de outros agentes, os quais se julga possuírem maior quantidade ou melhor qualidade de informações sobre o mercado. Por hipótese, supomos que um investidor é bem informado sobre determinado setor da economia ao manter informações que lhe asseguram confiança no retorno esperado de seus ativos. Mas, ao deparar-se com uma notícia negativa referente a esse mercado, sua reação natural será a venda da moeda doméstica, realizando nova alocação de recursos. Esse comportamento pode ser seguido por outros investidores, e a volatilidade do mercado pode precipitar crise que, sob outros aspectos, seria infundada (caso a informação seja neutra). Isso significa que o "comportamento de manada" está associado à existência de um "agente-principal", responsável por grande parte do investimento em países mais propensos à crise, e "agentes secundários", que são os participantes dos fundos de investimentos.

3.2 "Efeito Contágio"

O "efeito contágio" significa a propagação das crises entre os países por meio das relações econômicas, operações interbancárias, contratos futuros, opções²³, *swaps*²⁴ e da diversificação de carteiras de investimento cuja gestão se acha concentrada num número cada vez menor de pessoas. Para ilustrar essa abordagem, tomam-se como referência dois países, P1 e P2, com características econômicas semelhantes (produzem produtos semelhantes). Por hipótese, existe livre mobilização de capitais. Assim, se o país P1 sofrer um ataque cambial bem-sucedido, o país P2 passa a ser o próximo alvo dos especuladores.

O contágio pode ter origem: na abertura e integração do comércio de bens e serviços entre P1 e P2, significando que, quando P1 desvaloriza sua taxa de câmbio, suas exportações tornam-se mais competitivas no país P2, e esse se sente pressionado a desvalorizar a sua moeda para tentar recuperar a competitividade; na restrição das linhas externas de comércio devido à formação das expectativas negativas dos investidores em relação ao país P2 que, por hipótese, não padeceria a perda aparente de competitividade; e, último, no aumento de déficit comercial em P2, isto é, um ataque especulativo no país P1, se for bem sucedido, pode contribuir para que haja déficit comercial no país P2 (levando à queda nas reservas internacionais) de tal forma que um ataque especulativo o afetaria.

²³ Direito negociável de compra de mercadorias ou títulos, ações etc. com pagamento em data futura e preços predeterminados.

²⁴ "Permuta" designa o processo de crédito ou recíproco entre os bancos, em moedas diferentes e com taxas de câmbio idênticas. O *swap* é largamente utilizado para antecipar recebimentos em divisas estrangeiras e foi criado no início dos anos 60 para elevar a liquidez dos diversos países.

Eichengreen e Wyplosz (1996, p. 2)²⁵ definem o “efeito contágio” nos mercados de câmbio como “um efeito sistemático na probabilidade de um ataque especulativo que emana de um ataque especulativo a uma outra moeda, e que seria, portanto, um efeito acima e além aos dos próprios fundamentos domésticos”. Os autores concluíram, por meio de pesquisa empírica realizada com dados de vinte países industrializados no período entre 1960 e 1993, que o “efeito contágio” que se dá por meio de relações comerciais entre países é mais poderoso do que aquele decorrente de similaridades econômicas, ou seja, uma crise num determinado país aumenta a probabilidade de que outro seja afetado, independentemente dos fundamentos econômicos deste.

Calvo (1998) analisa o “efeito contágio” a partir do comportamento dos investidores “informados” (que realizam recomposição significativa de portfólio) e dos “não-informados”²⁶. Quando uma economia emergente apresenta problemas de liquidez, os títulos dos demais países emergentes demoram a recuperar seus preços anteriores, o que provavelmente levaria a uma alta nas suas taxas de juros por um período mais longo do que o necessário segundo seus fundamentos econômicos. Para Calvo (1998), portanto, o contágio é provocado por falhas no mercado de capitais decorrentes de assimetria de informações, que afeta o comportamento dos investidores “informados” e faz com que caiba aos “não-informados” a precificação dos títulos dos países emergentes.

4 O COLAPSO CAMBIAL MEXICANO (1994-1995)

Para compreendermos a crise cambial mexicana de 1994, devemos primeiramente considerar os eventos que contribuíram para deterioração dos fundamentos econômicos do país. Entre 1988 e 1993, a economia mexicana atingiu patamar de crescimento econômico considerado sólido devido à conclusão de abrangente reforma institucional ancorada num programa de estabilização, que envolveu a privatização de empresas públicas, desregulamentação do mercado, liberação de fluxos de capitais, abertura comercial, fixação da taxa de câmbio (peso versus dólar) e reestruturação da dívida externa. As reformas estruturais

²⁵ Para os efeitos de comércio, os autores estudam países que comercializam desproporcionalmente uns com os outros, com o contágio se dando via efeito de competitividade sobre a taxa de câmbio; para o contágio via políticas macroeconômicas, eles utilizam países em posições macroeconômicas similares, o que sugere se encontrarem em posições semelhantes do ciclo.

²⁶ Esses últimos, segundo o modelo, ficariam no seguinte dilema: a recomposição de portfólio se daria independente de problemas de liquidez; ou seja, mesmo que ela ocorresse em virtude de piora dos fundamentos econômicos básicos das economias, eles não saberiam.

tinham como objetivo intensificar o crescimento econômico doméstico²⁷ por meio da atração de investimentos externos e de ganhos de competitividade.

Essas medidas foram fundamentais para a retomada da confiança dos investidores internacionais na economia mexicana. O país parecia de fato caminhar para nova era de crescimento sustentado, o que levou o "governo dos EUA a esforçar-se para convencer o público e o congresso americano dos benefícios da NAFTA, contribuindo assim para que consolidasse uma crença popular de que havia um 'milagre mexicano' em andamento" (EDWARDS, 1997, p.4.). Por outro lado, segundo Edwards (1997), já nessa época "poderia ter havido especulação e manipulação de informação e resultados da economia mexicana por parte do governo federal dos EUA, com o objetivo de forçar a aprovação da NAFTA pelo congresso americano nos moldes proposto pelo executivo"²⁸.

TABELA 1 – Balanço de pagamentos: México (US\$ bilhões)

| Variáveis | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Balança Comercial | -15,9 | -13,5 | -18,5 | 7,1 | 6,5 | 0,6 | -7,7 |
| Balança de Serviços | -2,7 | -2,5 | -2,7 | 0,0 | 0,0 | -1,2 | -1,0 |
| Juros | -9,2 | -11,0 | -12,3 | -12,7 | -13,5 | -12,1 | -13,1 |
| Transferências Unilaterais | 3,4 | 3,6 | 3,8 | 4,0 | 4,5 | 5,2 | 6,0 |
| Saldo de Transações Correntes | -24,4 | -23,4 | -29,7 | -1,6 | -2,3 | -7,5 | -15,8 |
| Investimentos Diretos | 4,4 | 4,4 | 11,0 | 9,5 | 9,2 | 12,8 | 10,2 |
| Investimentos em Carteira | 18,0 | 28,9 | 8,2 | -9,7 | 13,4 | 5,0 | 1,3 |
| Investimentos em Carteira Outros Inv. e Empréstimos | 4,6 | 0,5 | -3,4 | -10,3 | -16,5 | 1,5 | 5,8 |
| Saldo da Conta Financeira | 27,0 | 33,8 | 15,8 | -10,5 | 6,1 | 19,3 | 17,3 |
| Erros e Omissões | -0,9 | -3,1 | -3,3 | -4,2 | 0,0 | 2,2 | 1,7 |
| Balanço de Pagamento | 1,7 | 7,3 | -17,3 | -16,3 | 3,8 | 14,0 | 3,2 |

Fonte: "International Financial Statistics", publicações do FMI

²⁷ Mas os patamares médios de crescimento econômico e investimento externo efetivamente alcançado no período (1988-1993) se situaram muito aquém das expectativas otimistas da época: apenas 2,8% a.a. e 2,5% do PIB, apesar da queda do déficit fiscal de 5% do PIB para praticamente 0% e da elevação de fluxo de capital externo para 5% do PIB no mesmo período. Por outro lado, a reestruturação da dívida externa contribuiu para ampliar o acesso do México aos mercados estrangeiros de capitais, bem como aumentar suas reservas internacionais do país; e, quanto à dinâmica dos preços, a inflação despencou de 160% a.a. em 1987 para 8% a.a. em 1993.

²⁸ Principalmente em virtude da manifesta confiança do governo dos EUA na economia mexicana, esta recebeu entre 1990 e 1993 US\$91 bilhões em fundos externos para financiar seu déficit em conta corrente (na época de aproximadamente 7% do PIB).

O “milagre mexicano”, porém, começou a imergir em virtude da sensível deterioração dos fundamentos políticos e econômicos a partir do final de 1993, apesar de os esforços do governo dos EUA em transmitir confiança na economia mexicana. A crise demonstrava haver profundas divergências entre confiança na política econômica do país e a verdadeira capacidade do México em integrar-se competitivamente na economia internacional. Podemos destacar dois exemplos dessa divergência, que são ilustrados na TABELA 1: a moeda sobrevalorizada, que reduziu drasticamente a competitividade internacional da economia mexicana²⁹; e o aumento do déficit em transações correntes de 6,5% do PIB em 1992 para 8% em 1994, quase que inteiramente financiado por capitais de curto prazo³⁰.

Não há dúvidas de que tal acúmulo de instabilidades políticas e econômicas contribuiu de maneira decisiva para precipitar a maxidesvalorização do peso mexicano e aprofundar os efeitos do colapso cambial que se iniciara em dezembro de 1994. Num primeiro momento, mesmo em meio à instabilidade política do país, investidores estrangeiros ainda formavam expectativas positivas sobre a economia mexicana, e o governo tentava corrigir o desequilíbrio do balanço de pagamentos sem abandonar o câmbio fixo³¹. Mas foram os próprios investidores mexicanos os primeiros a perceberem que, à taxa cambial vigente, investimentos reais adicionais no país não seriam lucrativos em dólares, pois nesse momento o país já usava recursos externos para financiar primordialmente o aumento do consumo doméstico, em detrimento do investimento em bens de capital.

²⁹ Em 1988, a taxa nominal de câmbio foi fixada, constituindo doravante a principal força do programa anti-inflacionário do país.

³⁰ Outros fatores importantes que também contribuíram para a crise foram: (i) a rápida explosão do crédito bancário ao setor privado, atingindo aproximadamente 51% do PIB em 1994 (as concessões de empréstimos não tinham critério adequado de avaliação de riscos, nem havia por parte do Estado um mecanismo de controle interno para fiscalizar os altos volumes colocados à disposição do governo); (ii) o aumento do endividamento dos bancos mexicanos no exterior, cujo passivo elevaria-se de US\$ 8 bilhões em 1991 para US\$ 15,5 bilhões em 1994 (WORLD BANK, 2001); (iii) o aumento nas taxas de juros nos EUA, com reflexo negativo sobre os investimentos externos no México; (iv) a expansão de déficit fiscal em virtude da proximidade de eleições presidenciais; e (v) diminuição do ingresso de capitais externos face à crescente instabilidade política do país.

³¹ Antes do recrudescimento da crise, o governo mexicano já havia estabelecido sistema de desvalorizações cambiais pré-anunciadas (abaixo da taxa de inflação corrente), convertido posteriormente num sistema de bandas com teto móvel. Em 1989 a taxa cambial depreciou na razão de 1 peso por dia (16% a.a.). Em 1990 a queda foi de 11% a.a., à razão de 80 centavos por dia. De janeiro a final de novembro de 1991, a razão foi de 40 centavos por dia (5% a.a.). Em dezembro de 1991, foi implementada uma banda cambial no México, cujo teto permitiria desvalorização de até 20 centavos por dia (2,3% a.a.) com piso constante. Entre dezembro de 1992 e 20 de dezembro de 1994, a máxima depreciação permitida pelo teto da banda passou para 40 centavos ao dia (4,6% a.a.), enquanto o piso permanecia inalterado.

A desvalorização da moeda não era, contudo, opção cogitada pelo governo mexicano, que, além de manter fixa a taxa cambial, também manteve baixo o prêmio de risco cobrado sobre os empréstimos em peso, tentando transmitir confiança na viabilidade de sua política cambial³². A inevitável pressão sobre o peso resultou numa apreciação real do câmbio, que incentivou as firmas a contraírem empréstimos denominados em moeda estrangeira. Mas a súbita inversão das expectativas dos investidores resultou na drástica redução das reservas internacionais a partir de 1993 (TABELA 2). O governo, diante da possibilidade de exaurir completamente suas reservas, anunciou, no dia 20 de dezembro de 1994, alargamento da banda cambial vigente, possibilitando desvalorização cambial de até 15%.

TABELA 2 – Reservas internacionais e taxa de câmbio: México (fim de período)

| Anos | Reservas internacionais (US\$ bilhões) | Taxa cambial (peso/ dólar) | Flutuações da taxa cambial |
|------|---|-------------------------------|-------------------------------|
| 1992 | 18,4 | 3,12 | — |
| 1993 | 24,9 | 3,11 | -0,3% |
| 1994 | 6,1 | 5,33 | 71,4% |
| 1995 | 15,3 | 7,64 | 43,3% |
| 1996 | 19,2 | 7,85 | 2,7% |
| 1997 | 28,1 | 8,08 | 2,9% |
| 1998 | 31,5 | 9,87 | 22,2% |
| 1999 | 31,0 | 9,51 | -3,6% |

Fonte: "International Financial Statistics", publicações do FMI e Banco do México³³

Dois dias depois dessa primeira grande desvalorização, a autoridade monetária foi obrigada a abandonar o sistema de câmbio fixo, deixando o peso flutuar livremente no mercado. O peso perdeu aproximadamente 50% de seu valor em relação ao dólar, acelerando inexorável crise econômica que seria ainda aprofundada pela temerária iniciativa anterior do governo mexicano de emitir, às vésperas do colapso cambial, US\$ 10 bilhões em "tesobonos"³⁴ para assegurar a

³² A taxa média paga pelos "cetes" (títulos da dívida pública mexicana) de 1 mês foi de 31,78%a.a., inferior à de outros países que também enfrentaram crises cambiais na época (ver DORNBUSCH e WERNER, 1994, p. 297).

³³ O desemprego de 1999 refere-se a outubro. Bolsa de Valores são números, índices em US\$ (ex.: 1995 = 100/7,64 – ver Tabela 3).

³⁴ Título de curto prazo indexado ao dólar.

intensa saída dos investidores avessos à desvalorização cambial, comprometendo assim importante volume de reservas.

Surpreendentemente, o governo mexicano não elevou drasticamente a taxa de juros sobre a dívida denominada em pesos no prelúdio da crise (TABELA 3). Optou, ao invés disso, por praticar a esterilização da perda de suas reservas internacionais. Logo o país chegaria a uma situação em que seus credores não estavam dispostos a emprestar a moeda forte, dada a possibilidade cada vez mais próxima de um *default*³⁵. Apenas muito tardiamente o México elevaria sua taxa de juros em virtude do receio quanto à volta da inflação crônica e buscando impedir a saída de capital externo (mas, se faziam necessárias medidas ainda mais enérgicas para evitar a moratória da sua dívida externa).

TABELA 3 – Taxas de juros, preços ao consumidor, bolsa de valores e desemprego no México

| Anos | Taxa de Juros (% a.a.) | Preços ao Consumidor (variação %) | Índice da Bolsa de Valores em US\$ | Desemprego (fim do Período %) |
|------|---------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|
| 1992 | 18,9 | — | 24,0 | — |
| 1993 | 17,4 | 9,8 | 26,9 | 2,4 |
| 1994 | 16,5 | 6,9 | 21,3 | Nd |
| 1995 | 60,9 | 35,0 | 13,9 | 4,7 |
| 1996 | 33,6 | 34,4 | 18,1 | 3,7 |
| 1997 | 21,9 | 20,6 | 24,8 | 2,7 |
| 1998 | 26,9 | 15,9 | 19,4 | 2,4 |
| 1999 | 24,1 | 16,7 | 25,3 | 2,5 |

Fonte: "International Financial Statistics", publicações do FMI e Banco do México³⁶.

Com o apoio do Fundo Monetário Internacional (FMI), o governo mexicano adotou medidas fundamentais para a restauração da confiança na economia, por meio do estabelecimento de rigoroso programa de reestruturação macroeconômica

³⁵ Antes do recrudescimento da crise, o governo mexicano já havia estabelecido sistema de desvalorizações cambiais pré-anunciadas (abaixo da taxa de inflação corrente), convertido posteriormente num sistema de bandas com teto móvel. Em 1989 a taxa cambial depreciou na razão de 1 peso por dia (16% a.a.). Em 1990 a queda foi de 11% a.a., à razão de 80 centavos por dia. De janeiro a final de novembro de 1991, a razão foi de 40 centavos por dia (5% a.a.). Em dezembro de 1991, foi implementada uma banda cambial no México, cujo teto permitiria desvalorização de até 20 centavos por dia (2,3% a.a.) com piso constante. Entre dezembro de 1992 e 20 de dezembro de 1994, a máxima depreciação permitida pelo teto da banda passou para 40 centavos ao dia (4,6% a.a.), enquanto o piso permanecia inalterado.

³⁶ Declaração de insolvência do devedor, decretada pelos credores quando as dívidas não são pagas a prazo.

interna e ajustamento estrutural lastreado numa austera política fiscal. A rapidez com que tais medidas foram implantadas, e o volume de recursos prontamente disponibilizados ao país por diversos organismos internacionais³⁷ em muito contribuíram para reduzir os efeitos da crise mexicana e impedir seu alastramento para outros países.

5 A CRISE DO SUDESTE ASIÁTICO (1997)

As economias do sudeste asiático, com destaque para os chamados "Tigres Asiáticos"³⁸, cresceram em ritmo acelerado nos últimos 40 anos graças às bem-sucedidas políticas de desenvolvimento ancoradas na promoção de exportações (TABELA 4). O sucesso, de modo geral, resultou de fatores como: elevado nível de poupança³⁹; grande quantidade de investimentos privados, em especial destinados a áreas de alta tecnologia; integração comercial intensiva com outras economias; rápido desenvolvimento dos recursos humanos devido ao investimento em educação, com ênfase no ensino primário, secundário e técnico; manutenção de baixas taxas de inflação e taxas de câmbio ancorado ao dólar americano; e políticas públicas que incentivavam, seletivamente, indústrias-chave tendo como contrapartida metas de exportações (WORLD BANK, 1993). As TABELAS 5 e 6 mostram a performance econômica desses países.

TABELA 4 – Desempenho econômico dos países asiáticos, 1992

| Países | Renda US\$ | Crescimento PIB – 1992 | Exportação US\$ bilhões | Dívida externa (US\$ bilhões) | Inflação |
|-----------|------------|------------------------|-------------------------|-------------------------------|----------|
| Hong Kong | 16.382 | 5,1% | 123 | 0 | 7,7% |
| Cingapura | 15.200 | 7,1% | 63 | 0 | 2,4% |
| Taiwan | 10.215 | 6,2% | 84 | 0 | 2,0% |
| Coréia | 6.635 | 3,4% | 78 | 42 | 4,8% |
| Malásia | 2.965 | 8,0% | 41 | 16 | 4,3% |
| Tailândia | 1.660 | 7,4% | 33 | 27 | 4,5% |
| Indonésia | 645 | 5,9% | 34 | 70 | 9,5% |
| China | 360 | 14,1% | 85 | 65 | 8,6% |

Fonte: Asiaweek, 1993.

³⁷ O FMI mobilizou US\$17,8 bilhões para a ajuda ao México, sendo US\$7,8 bilhões disponibilizados imediatamente. Houve ainda aporte de US\$20 bilhões em swaps e garantias do Fundo de Estabilização Cambial dos EUA (US Exchange Stabilization Fund) e mais US\$ 10 bilhões de apoio de curto prazo dos Bancos Centrais do G-10 por intermédio do Bank for International Settlements (BIS).

³⁸ Coréia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura.

³⁹ No início dos anos 90, a taxa de poupança da região equivalia a 36% do produto total da Ásia, praticamente o dobro do observado na América Latina no período.

A dinâmica das economias do sudeste asiático foi, portanto, determinada, em última análise, pelo ritmo de crescimento de suas exportações, que lograram ampliar rapidamente a participação da região no comércio internacional⁴⁰. Houve ainda sensível melhoria na distribuição de renda desses países, desafiando a crença de que um período de forte crescimento econômico deve, necessariamente, implicar em aumento da desigualdade social.

Como afinal países que ostentavam fundamentos macroeconômicos tão sólidos se tornaram, subitamente, suscetíveis a uma crise financeira tão devastadora? São muitas as explicações sugeridas atualmente para esse fenômeno. Tomemos o caso específico da Tailândia, o primeiro país afetado pela crise. Em primeiro lugar, havia o problema dos chamados "empréstimos problemáticos". Nos anos que antecederam a crise na Tailândia, a maior parte dos empréstimos concedidos pelos bancos do país⁴¹ era de curto prazo e destinava-se diretamente a setores não-produtivos de alto risco, a exemplo do setor imobiliário e da Bolsa de Valores de Bangkok (SET)⁴².

TABELA 5 – Estrutura macroeconômica de alguns países selecionados da Ásia 1986-1996.

| Anos | Investimento (%do PIB) | | Poupança (% do PIB) | | Balanço Fiscal (a) | | Abertura do Comércio (b) | |
|-----------|------------------------|------|---------------------|------|--------------------|------|--------------------------|------|
| | 86 – 99 média | 1996 | 86 – 95 média | 1996 | 86 – 95 média | 1996 | 1986 | 1996 |
| Coréia | 33,9 | 36,8 | 36,4 | 35,2 | 0,3 | 0,0 | 30,7 | 28,9 |
| Indonésia | 32,6 | 32,1 | 33,8 | 31,2 | 0,9 | -1,0 | 15,9 | 20,4 |
| Malásia | 32,7 | 42,2 | 35,8 | 42,6 | -3,2 | 0,7 | 44,3 | 78,9 |
| Filipinas | 20,5 | 23,2 | 17,5 | 15,6 | -1,9 | 0,3 | 16,4 | 31,2 |
| Tailândia | 36,3 | 42,2 | 33,5 | 35,9 | 2,1 | 0,7 | 20,9 | 34,9 |

Fonte: ANNUAL REPORT, 68(1998). Basileia: Bank for International Settlements⁴³

⁴⁰ (Economist, 1993b). Tomando-se apenas os chamados "Tigres Asiáticos", esses conseguiram elevar a sua participação nas exportações mundiais de 1,5% em 1965 para quase 7% em 1990. Considerando-se as exportações do conjunto dos países em desenvolvimento, a participação dos Tigres elevou-se de 6% em 1965 para 34% em 1990 (WORLD BANK, 1993).

⁴¹ Chegariam a 46% do estoque total da dívida em 1997.

⁴² Esses empréstimos, além de denominados em moeda estrangeira, produziam excesso de oferta de crédito na economia, estimulando a especulação nos mercados imobiliários e de títulos, enquanto os investimentos perdiam gradualmente a capacidade de gerar lucros compensadores às taxas de rentabilidade vigentes para cobrir os riscos assumidos.

⁴³ Bank for International Settlements. (a) Governo central entre 1993 e 1996, a Malásia apresentou resultados positivos do ponto de vista fiscal (Cunha, 1998a e 1998b). (b) Exportações mais Importações/PIB.

A queda nas exportações e a conseqüente redução do crescimento econômico fragilizaram financeiramente o país. As empresas que contraíram empréstimos esperando crescimento intenso da economia começaram a apresentar problemas de solvência, levando o sistema bancário a acumular volume cada vez maior de "empréstimos problemáticos". Enquanto se agravava a situação do setor financeiro, as autoridades monetárias ainda hesitavam em adotar medidas de restrição ao crédito, tais como fechar instituições insolventes ou impor restrições mais severas aos bancos.

Embora isso certamente demonstre complacência dos governos frente ao comportamento irresponsável dos bancos, é preciso também atentar para o receio das autoridades monetárias de que se agravasse a crise de liquidez, caso fossem adotadas medidas de contenção ao crédito num momento em que o pânico já começava a dominar o mercado financeiro⁴⁴.

TABELA 6 - Crescimento, inflação e balanço de conta corrente (1990-99).

| Países | Variação % anual do PIB real | | | | | Variação % dos preços ao consumidor | | | Balanço em conta corrente (% do PIB) | | |
|-----------|------------------------------|------|----------|----------|----------|-------------------------------------|------|------|--------------------------------------|------|------|
| | 90-95 | 1996 | 1997 (1) | 1998 (2) | 1999 (2) | 90-95 | 1996 | 1997 | 90-95 | 1996 | 1997 |
| Hong Kong | 5,0 | 5,0 | 5,2 | -5,0 | 0,0 | 9,3 | 6,0 | 5,7 | 3,3 | -1,7 | -3,8 |
| Coréia | 7,8 | 7,1 | 5,5 | -7,0 | -1,0 | 6,6 | 4,9 | 4,4 | -1,2 | -4,8 | -1,9 |
| Cingapura | 8,6 | 6,9 | 7,8 | 0,0 | 0,2 | 2,7 | 1,3 | 2,0 | 12,7 | 15,5 | 15,2 |
| Taiwan | 6,4 | 5,7 | 6,8 | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 3,1 | 0,9 | 4,0 | 4,0 | 2,7 |
| Indonésia | 7,2 | 7,8 | 4,6 | -15 | — | 8,7 | 8,0 | 6,6 | -2,5 | 3,7 | -2,9 |
| Malásia | 8,8 | 8,6 | 7,8 | -6,4 | — | 3,7 | 3,5 | 2,7 | -5,9 | -4,9 | -5,1 |
| Filipinas | 2,3 | 5,7 | 5,1 | -0,6 | — | 11,0 | 8,4 | 5,1 | -3,8 | -4,7 | -5,2 |
| Tailândia | 8,9 | 6,4 | 0,4 | -8,0 | — | 5,0 | 5,8 | 5,6 | -6,7 | -7,9 | -2,0 |
| China | 10,6 | 9,7 | 8,8 | 5,5 | — | 12,4 | 8,3 | 2,8 | 0,9 | 0,9 | 2,3 |
| Índia | 5,1 | 7,5 | 5,0 | 4,8 | — | 10,3 | 5,9 | 5,1 | -1,5 | -1,1 | -1,2 |

Fonte: ANNUAL REPORT, 68.(1998). Basileia: Bank for International Settlements⁴⁵.

⁴⁴ Os autores pós-keynesianos que defendem o caráter endógeno da oferta monetária salientam precisamente esse ponto, argumentando que, em momentos de vulnerabilidade do sistema financeiro e de crise de liquidez, a autoridade monetária dificilmente recusar-se-á a cumprir seu papel de emprestador de última instância, sancionando pois a oferta prévia de crédito dos bancos. Ver Costa (2003).

⁴⁵ Bank for International Settlements. World Economic Outlook. Washington, DC: MFI, out. (1) alguns dados para 1997 são estimativas; (2) os dados do PIB real para 1998 e 1999 são projeções do FMI.

Em segundo lugar, a valorização do Baht frente ao dólar (Tabela 7) diminuiu a competitividade do país nos mercados internacionais, ocasionando déficits anuais crescentes no saldo de transações correntes que alcançaram 7,9% do PIB em 1996. Como consequência, a longa série de superávits do balanço de pagamentos seria interrompida em 1997, com um déficit de US\$ 19,6 bilhões.

TABELA 7 – Taxas de câmbio nominal em relação ao US\$ (média do período)

| País | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Coréia | 707,76 | 733,35 | 780,65 | 802,67 | 803,45 | 771,27 | 804,45 | 922,50 |
| Indonésia | 1.842,8 | 1,950,3 | 2,029,9 | 2.087,1 | 2,160,8 | 2.248,6 | 2.342,3 | 4.650,0 |
| Malásia | 2,7 | 2,75 | 2,55 | 2,57 | 2,62 | 2,50 | 2,52 | 3,89 |
| Filipinas | 24,31 | 27,48 | 25,51 | 27,12 | 26,42 | 25,71 | 26,22 | 39,98 |
| Cingapura | 1,81 | 1,73 | 1,63 | 1,62 | 1,53 | 1,42 | 1,41 | 1,68 |
| Tailândia | 25,59 | 25,52 | 25,40 | 25,32 | 25,15 | 24,91 | 25,34 | 47,25 |
| China | 4,78 | 5,32 | 5,51 | 5,76 | 8,62 | 8,35 | 8,31 | 8,28 |
| Taiwan | 26,89 | 26,82 | 25,16 | 26,39 | 26,46 | 26,49 | 27,46 | 32,64 |

Fonte: Corsetti, Pasenti e Roubini (1998).

A crise no setor bancário tailandês e a deterioração do balanço de pagamentos, em função da valorização da moeda local, foram os estopins da crise que se disseminou pela Ásia em 1997. A resposta tailandesa à crise mostrar-se-ia completamente equivocada: num primeiro momento houve lentidão do governo em delinear uma política monetária mais restritiva⁴⁶; e, a seguir, as taxas de juros foram reduzidas prematuramente⁴⁷. Por fim, em 2 de julho de 1997, a Tailândia abandonou o sistema de câmbio fixo, permitindo a livre flutuação do Baht. A mudança da política cambial tailandesa detonou o ataque final às moedas dos

⁴⁶ O BOT (Bank of Thailand) iniciara tardiamente em maio de 1997 a implantação de algumas medidas que visavam a reforçar a defesa de sua moeda, como, por exemplo, a introdução de controle de capitais e de câmbio (para segmentar os mercados onshore e offshore), aumento das taxas de juros domésticos e intervenções maciças nos mercados de câmbio spot e a termo.

⁴⁷ Essas políticas prolongaram os efeitos da crise e facilitaram o contágio de outros países da região. Em meio à fuga de capitais e ataque especulativo contra sua moeda, o Banco Central da Tailândia comprometeu a totalidade de suas reservas internacionais (US\$ 12 bilhões) para defender o câmbio, e o país foi obrigado a recorrer a empréstimos de emergência do FMI, cujo montante era insuficiente para conter a sangria de capitais.

demais países do Sudeste Asiático⁴⁸, que sofreram fortes desvalorizações ao longo de 1997 (TABELA 7), elevação das taxas de juros e medidas emergenciais para conter a especulação financeira⁴⁹.

A crise de confiança manifestada na forte instabilidade cambial e no efeito-contágio sobre as demais economias da região e outros mercados emergentes só poderia ser revertida, segundo o FMI, por meio de políticas econômicas austeras e de reformas estruturais capazes de gerar maior confiabilidade nos preços de mercado, tais como: (i) transparência nos dados contábeis das empresas, bancos e governos; (ii) mudança na gestão empresarial, principalmente nas políticas de financiamento; e (iii) estrita regulamentação do setor financeiro, principalmente com o aprofundamento da liberalização em todos os mercados (WORLD ECONOMICS Outlook, 1998a, 1998b)⁵⁰.

Para Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), as deficiências da estrutura de incentivos sob os quais operavam as empresas e instituições financeiras na Ásia, tais como a inadequação de marcos regulatórios e a mistura de interesses públicos e privados (moral hazard), se encontrariam na raiz da crise de 1997⁵¹. Existiriam essencialmente duas hipóteses para explicar o advento de crises cambiais: (i) mudanças repentinas na expectativa e confiança dos agentes, que

⁴⁸ Depois da Tailândia, foi a vez de as Filipinas decretarem, no dia 11 de julho de 1997, a livre flutuação de seu câmbio e nova série de medidas para o controle desse. Em seguida veio a Malásia, onde o governo optou por simplesmente depreciar a moeda ao invés de subir as taxas de juros domésticos, e, no dia 14 de julho, a Indonésia seguiria o mesmo caminho que a Tailândia. Em outubro, as moedas locais já haviam acumulado depreciação de quase 30% em média em relação às cotações anteriores à crise.

⁴⁹ As enormes perdas nos mercados de ações da região logo disseminariam o pessimismo para as Bolsas de Valores ao redor do mundo.

⁵⁰ Mas outros especialistas apontaram causas distintas para o colapso do sistema financeiro asiático: (i) inconsistências entre as práticas do sistema financeiro internacional e as instituições e políticas macroeconômicas dos países afetados, especialmente na condução do processo de liberalização financeira; (ii) rápido endividamento dos agentes privados, com forte descasamento entre suas posições (receitas prejudicadas pela queda nas exportações e superestimadas pela inflação no preço dos ativos reais); e (iii) débitos de curto prazo em divisas externas. Em virtude da desatenção a esses problemas, a política de aperto fiscal e monetário preconizada pelo FMI teria causado, segundo Radalet e Sachs (1998), "efeito contrário ao pretendido, ou seja, ampliado a queda das moedas locais, dado o agravamento do quadro recessivo corrente e prospectivo". Radalet e Sachs (1998) argumentam que as restrições creditícias e o aprofundamento do quadro recessivo só tenderiam a dificultar o reequilíbrio das posições ativas e passivas dos agentes endividados, deteriorando ainda mais o estado de confiança dos investidores na recuperação da região.

⁵¹ Para Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), a principal implicação do problema de "moral hazard" para a análise da crise asiática é a de que eventual choque adverso sobre a lucratividade dos negócios não induziria os intermediários financeiros a se tornarem mais cautelosos em suas estratégias e empréstimos.

atuam não apenas como o estopim das crises, mas também como responsáveis por sua propagação e contágio em outros países⁵²; ou, (ii) distorções estruturais e políticas dos países afetados, comprovando que deficiências macroeconômicas fundamentais seriam responsáveis pela precipitação da crise, ainda que esta posteriormente fosse agravada pela fuga de investidores e por uma percepção exagerada desses sobre a real deterioração dos fundamentos do país.

A expectativa de pronto auxílio do Estado em caso de dificuldades financeiras do setor privado gerou, nos países asiáticos, incentivo aos agentes, para que mais riscos fossem assumidos. Afinal, como Krugman (1997) bem colocou, “*o jogo era: cara eu ganho, coroa os contribuintes perdem*”. Após analisar cuidadosamente a visão de Corsetti, Pesseti e Roubini (1998) em relação aos fundamentos da crise, centrada nos problemas de *moral hazard*, Krugman (1999) reconheceu que a existência de garantias implícitas dos governos aos empréstimos privados equivale de fato a um déficit “escondido” do governo e, portanto, os passivos deteriorados dos bancos seriam na verdade uma parte “escondida” da dívida pública⁵³.

6 A ESPECULAÇÃO CAMBIAL E O COLAPSO DO REAL NO BRASIL (1999)

No início de 1999, na esteira do choque causado pelas crises financeiras da Ásia e da Rússia, também o Brasil foi obrigado a desvalorizar sua moeda, o real, em face de irresistível ataque especulativo. Os efeitos econômicos da desvalorização do real foram, contudo, significativamente menos nocivos do que em outros países emergentes que também enfrentaram crises cambiais na década de 1990. Para compreendermos os motivos que levaram ao colapso do regime cambial brasileiro em 1999, bem como entender por que a crise econômica resultante foi mais amena se comparada com outros países emergentes, é necessária uma análise acurada da evolução dos indicadores econômicos do país no período que antecedeu a crise de 1999, assim como das características peculiares da economia brasileira que contribuíram para melhor absorção dos impactos da desvalorização cambial.

No momento da implantação do Plano Real, entre 1993 e 1994, o Brasil se encontrava em posição relativamente confortável em termos de proteção contra

⁵² Nesse caso, a crise não deveria de fato ser atribuída a uma deterioração dos fundamentos econômicos, mas antes ao pânico dos agentes.

⁵³ Assim, o aparente equilíbrio orçamentário e macroeconômico seria, portanto, ilusório, e seus governos estariam se engajando em uma política de gastos insustentáveis no médio prazo. Mas Krugman (1999) replica que, embora a abordagem de *moral hazard* forneça *insights* extremamente profícuos, ela resulta incompleta para a compreensão de uma crise financeira, o que o leva a propor um estudo de fatos estilizados para o aprimoramento dos modelos convencionais.

choques externos, graças aos bons resultados obtidos no quadro macroeconômico. O déficit em transações correntes fora de apenas 0,1% do PIB em 1993 e 0,2% em 1994. Tanto o setor público quanto a balança comercial encontravam-se superavitários, e havia expectativa de crescente ingresso de investimentos externos nos anos seguintes em virtude da estabilização monetária e da abertura comercial, bem como das privatizações e das reformas institucionais planejadas.

TABELA 8 – Déficit público (% PIB) e produto interno bruto (PIB em R\$ bilhões):
Brasil

| Anos | Déficit Público (a) | PIB (preços de 2004) | Crescimento do PIB (% a.a.) |
|------|---------------------|----------------------|-----------------------------|
| 1993 | -2,18 | 1.315 | 4,92 |
| 1994 | -5,64 | 1.392 | 5,85 |
| 1995 | -0,26 | 1.451 | 4,22 |
| 1996 | 0,1 | 1.489 | 2,66 |
| 1997 | 0,96 | 1.538 | 3,27 |
| 1998 | 0,02 | 1.540 | 0,13 |
| 1999 | -3,23 | 1.552 | 0,79 |
| 2000 | -3,47 | 1.620 | 4,36 |
| 2001 | -3,64 | 1.641 | 1,31 |
| 2002 | -3,89 | 1.673 | 1,93 |

Fonte: "International Financial Statistic" (FMI) e Banco Central do Brasil / IPEA⁵⁴

O Brasil já havia sofrido anteriormente os efeitos da crise do México (1994), quando surpreendentemente escapara quase ileso da onda de crescente desconfiança que se abatera sobre os países emergentes latino-americanos naquele momento. Além de apresentar resultados econômicos significativamente mais robustos que o país vizinho, o Brasil desvencilhara-se de possíveis questionamentos a sua credibilidade financeira ao elaborar plano audacioso de reformas estruturais, principiando pela estabilização monetária, que em pouco tempo deveriam recolocar o país numa trajetória de crescimento sustentado e duradouro.

Mas a crescente deterioração dos resultados macroeconômicos do Brasil a partir de 1995 fazia aos poucos desvanecer a ilusão de que o país estaria doravante imune a crises internacionais. A dívida líquida total do setor público⁵⁵ saltou de 26% do PIB em 1994 para mais de 38% em 1998. Além desse crescimento

⁵⁴ (a) valores negativos indicam superávit fiscal.

⁵⁵ Os dados da dívida pública brasileira apresentados neste trabalho excluem a base monetária.

explosivo, observou-se ainda sensível deterioração do perfil da dívida pública no mesmo período: reduziu-se a proporção de títulos públicos prefixados no total da dívida de 40,2% em 1994 para 1,7% em 1998, enquanto se ampliava de pouco menos de um quarto para mais de 90% do total da dívida a participação de títulos com remuneração indexada à taxa de câmbio e à SELIC no mesmo período.

TABELA 9 – Balanço de pagamentos: Brasil (US\$ bilhões)

| Variáveis | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|-------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Balança Comercial | 13,29 | 10,46 | -5,6 | -6,75 | -6,75 | -1,2 | -1,2 | -0,69 |
| Balança de Serviços | -5,59 | -5,34 | -8,06 | -9,31 | -9,04 | -6,98 | -6,98 | -7,16 |
| Juros | -10,32 | -9,09 | -12,17 | -16,34 | -19,62 | -18,84 | -18,84 | -17,88 |
| Transferências Unilaterais | 1,80 | 2,73 | 2,96 | 2,44 | 2,15 | 2,25 | 2,25 | 2,13 |
| Saldo de Transações Correntes | 0,02 | -1,15 | -23,24 | -30,49 | -33,83 | -25,40 | -25,40 | -24,22 |
| Investimentos diretos | 1,29 | 3,07 | 11,2 | 19,65 | 31,91 | 28,57 | 28,57 | 32,78 |
| Investimentos em Carteira | -0,60 | -3,05 | -0,25 | -0,33 | -0,59 | 0,26 | 0,26 | -1,69 |
| Outros Inv. e Empréstimos | -2,69 | -4,37 | -3,32 | -2,25 | -5,99 | -4,40 | -4,40 | -2,99 |
| Saldos da Conta Financeira | 7,6 | 8,02 | 33,43 | 24,92 | 20,06 | 8,05 | 8,05 | 29,37 |
| Erros e Omissões | -0,81 | -0,44 | -1,99 | -3,16 | -2,91 | -0,24 | -0,24 | 2,55 |
| Balança de Pagamento | 6,89 | 6,59 | 8,68 | -8,25 | -16,30 | -16,76 | -16,76 | 7,98 |

Fonte: "International Financial Statistics", publicações do FMI

O déficit em conta corrente ampliou-se de 0,2% para 4,3%, motivado, sobretudo, pela progressiva deterioração do saldo da balança comercial. O governo não fora capaz de controlar sequer seus gastos primários no primeiro mandato do presidente Cardoso, incorrendo em sucessivos déficits até 1998. Nesse ínterim, o real, antes fixado em paridade de valor com o dólar, passara a valorizar-se em relação a esta moeda, chegando a atingir a cotação média de R\$/US\$ 0,84 no

início de 1995⁵⁶.

A TABELA 9 mostra a progressiva deterioração do balanço de pagamentos brasileiro, cujo persistente desequilíbrio foi crucial para engendrar o ambiente de desconfiança quanto à capacidade do país de escapar do “efeito-contágio” da crise financeira que se abatia sobre os demais países emergentes. O movimento de fuga de capitais do país teve início ainda no segundo semestre de 1998. O governo, colhido de surpresa às vésperas da corrida presidencial na qual estava praticamente assegurada a reeleição do presidente Cardoso, reagiu da maneira convencional: anunciou pacote de medidas de austeridade fiscal e monetária, ao mesmo tempo em que sinalizava a confiança na manutenção do câmbio rígido por meio da emissão de grande volume de títulos da dívida pública atrelados ao dólar, para conter a sangria de capitais.

Além disso, acordo celebrado previamente com o FMI assegurava ao país um importante colchão de liquidez quando a crise ainda se encontrava em seu prelúdio⁵⁷. Essas medidas tiveram, entretanto, pouco impacto sobre as expectativas dos investidores; as reservas cambiais caíram de US\$ 74,7 bilhões em abril de 1998 para pouco mais de US\$ 44 bilhões em dezembro do mesmo ano, enquanto o risco-país medido pelo índice EMBI da agência de rating JP Morgan saltava de 443 pontos em abril para 1.718 em setembro, refletindo o pânico que rapidamente dominava o mercado financeiro. Por fim, diante de um ataque irresistível contra sua moeda, em janeiro de 1999 o governo brasileiro

⁵⁶ A apreciação do câmbio facilitava o esforço de contenção inflacionária, já que permitia o ingresso de produtos estrangeiros no país a um custo sensivelmente reduzido. Mas o governo por fim atentou para os perigos do prolongamento da sobrevalorização cambial, adotando a partir de meados de 1995 uma política gradualista de desvalorização do real por meio de “minibandas” de flutuação. Essa medida se revelaria, contudo, inócua no médio prazo, pois a deterioração macroeconômica se acelerava rapidamente.

⁵⁷ O suporte financeiro assegurado pelo acordo firmado no FMI no final de 1998 totalizava mais de US\$ 40 bilhões para um período de três anos a partir do início de 1999. Contudo, o pronto acesso a esses recursos estava grandemente cerceado pelas imposições do Fundo no tocante ao cronograma de desembolsos, e, principalmente, ao limite mínimo de reservas brutas (US\$ 20 bilhões) que o país teria de manter independente de suas necessidades cambiais. Ver Giambiagi (2000, p.14).

finalmente seria obrigado a permitir a livre flutuação do real⁵⁸.

Apesar das sombrias previsões de analistas internacionais, e contrariando mesmo as expectativas mais otimistas dos economistas que advogavam a maxidesvalorização do real como única alternativa para evitar a exaustão das divisas e a conseqüente moratória da dívida externa, a economia brasileira recuperou-se rapidamente do choque: o IPC medido ao final do ano de 1998 foi inferior a 10%, enquanto, ao invés de forte queda, a exemplo de outros países emergentes, o PIB apresentou ligeiro crescimento em relação ao ano anterior (GIAMBIAGI, p.17). Após o período de *overshooting*⁵⁹, a moeda encerraria o ano cotada a R\$/US\$ 1,65, e embora tivesse sofrido grande desvalorização, ainda permaneceria bastante abaixo das sinistras projeções feitas na época por bancos e consultorias financeiras. O que impediu afinal que se repetisse no país a catástrofe asiática?

Em primeiro lugar, é preciso salientar que o sistema financeiro do Brasil encontrava-se muito mais saudável financeiramente que o do México e dos países asiáticos quando estes sofreram ataques especulativos semelhantes⁶⁰. Além disso, o baixo percentual do crédito em relação ao PIB no país (inferior a 30%) e a reduzida alavancagem das instituições financeiras, bem como a relativa independência financeira dos bancos frente a grandes empresas (em contraposição ao estreito relacionamento entre agentes produtivos e financeiros

⁵⁸ Em janeiro de 1999 ocorreram duas trocas consecutivas na presidência do Banco Central (saiu Gustavo Franco para a entrada de Francisco Lopes, que permaneceria no cargo por menos de 20 dias, sendo substituído por Armínio Fraga). O governo tentou a princípio manter o gradualismo do regime cambial anterior, ampliando, contudo, a banda de flutuação para permitir uma desvalorização cambial de até 9% em 13 de janeiro. Mas logo no primeiro dia de vigência da nova banda cambial a cotação elevou-se ao teto da desvalorização, obrigando o Banco Central a gastar ainda mais reservas para sustentar o real. Por fim, em 15 de janeiro o Banco Central oficialmente abdicou de intervir no mercado de câmbio, permitindo que o real flutuasse livremente. A moeda chegaria a atingir a cotação de R\$/US\$ 2,16 no início de março, marcando o auge da crise cambial do país.

⁵⁹ Fenômeno causado por uma crise de confiança após um período de apreciação cambial, no qual os agentes financeiros superestimam a verdadeira dimensão da debilidade econômica de um país, causando temporariamente uma desvalorização excessiva da moeda local.

⁶⁰ Com o fim da inflação em 1994, os bancos brasileiros perderam enorme parcela de suas receitas oriunda de ganhos inflacionários. Devido à fragilidade financeira das várias instituições bancárias nesse momento, o governo criou programas de reestruturação do setor financeiro nacional tais como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional - Proer e o Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (Proer), fornecendo empréstimos subsidiados a essas instituições e estimulando a concentração e aquisição de bancos menores por instituições financeiramente mais fortes. O Proer foi destinado aos bancos privados e estimulou grandemente a participação de instituições estrangeiras no sistema bancário nacional, enquanto o Proer era seu equivalente para o setor bancário público, voltado exclusivamente à privatização dessas instituições.

verificado nos países asiáticos e que resultou em sérias consequências de moral hazard no momento da crise), sem dúvida contribuíram para minimizar os efeitos deletérios da desvalorização cambial⁶¹.

As medidas de austeridade fiscal e monetária implementadas prontamente pelo governo em muito contribuíram para mitigar os efeitos da crise⁶². Também de grande importância para assegurar a estabilidade do país foi a entrada de recursos externos oriundos da privatização de importantes setores da economia brasileira, tais como telecomunicações e energia elétrica. Muitos dos pagamentos pela compra de estatais foram antecipados para ajudar a conter a saída de dólares, e o governo celebrou ainda diversos contratos que protegiam os investimentos externos contra o risco de desvalorização do real. Giambiagi (2000) sintetiza as principais causas da maior robustez da economia brasileira face ao choque externo nas seguintes proposições: o Brasil ainda não exaurira suas reservas no momento da desvalorização cambial, possuindo ainda importante "colchão" para enfrentar futuros ataques especulativo; a recessão vigente no país desde o ano anterior impedia repasse elevado dos prejuízos da desvalorização aos preços; a pronta atuação do novo presidente do Banco Central, em particular por meio da elevação dos juros, sinalizou o comprometimento do governo com a estabilização monetária e o estancamento da sangria de capitais; o sucesso da desindexação da economia promovida pelo Plano Real, impedindo repasses automáticos de preços; e por fim, a política de metas de inflação, ainda que anunciada tardiamente, que

⁶¹ A desvalorização cambial já era tida como inevitável por boa parte dos agentes do sistema financeiro nacional, sendo mesmo defendida como a única solução econômica do país por diversos economistas com grande proeminência na mídia e nos meios acadêmicos. O fato de que os principais conglomerados bancários do Brasil já vinham realizando operações de proteção cambial (hedge) desde muito antes do colapso do real comprova a antecipação dos agentes sobre a inviabilidade da política vigente. Em virtude disso muitas das principais instituições financeiras do país auferiram lucros extraordinários com a desvalorização da moeda em 1999, cujo montante resultou ser mais que suficiente para a cobertura de eventuais perdas com empréstimos denominados em moeda estrangeira.

⁶² Os significativos resultados fiscais obtidos a partir de então, de ordem anual superior a 3% do PIB, também foram cruciais para impedir crescimento ainda maior da dívida pública, que em 1999 atingiu 42,6 % do PIB. A brutal elevação das taxas de juros nominais no início do mandato do novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, embora realizada num ambiente de franca recessão, se revelou de extrema importância para reverter as expectativas dos agentes num momento em que se configurava um processo de overshooting na desvalorização do real – embora a autoridade monetária não mais se comprometesse com uma meta de câmbio, o governo sinalizava claramente que não permitiria que a desvalorização excessiva do real ameaçasse fazer acelerar a inflação, além de impactar de maneira explosiva sobre o estoque da dívida pública. Ver Giambiagi (2000, p.17).

fortaleceu o discurso de compromisso com a estabilidade de preços⁶³.

Embora concordemos com a maior parte desses argumentos, é preciso salientar ainda que a participação relativamente pequena do setor externo no PIB brasileiro resultou numa dependência menor do país em relação às suas exportações para assegurar o crescimento econômico, uma realidade diametralmente oposta àquela dos países asiáticos e mesmo à do México. Além disso, apenas um número reduzido de grandes empresas brasileiras possui acesso direto ao mercado internacional de crédito, e a maior parte delas se precaveu da crise cambial ainda no seu prelúdio, protegendo seus passivos em moeda estrangeira por meio de operações de *hedge*. A excessiva facilidade de obtenção de crédito no exterior por parte das empresas asiáticas foi um fator crucial para explicar a rapidez e a intensidade com que a crise cambial se abateu sobre suas finanças. A baixa exposição das empresas brasileiras no mercado de crédito internacional, bem como a reduzida participação do volume de créditos em relação ao PIB no país e a atuação característica do sistema bancário a partir de 1994, privilegiando operações com títulos públicos em detrimento do financiamento a empresas e famílias, parecem constituir fatores igualmente importantes para explicar o amortecimento dos impactos resultantes da crise cambial de 1999.

7 CONCLUSÃO

As crises cambiais ocorridas ao longo da década de 1990 evidenciaram a precariedade dos instrumentos convencionais de análise da saúde financeira dos países, bem como a necessidade de uma análise mais pragmática e menos convencional sobre qual o *mix* de políticas (fiscal, monetária e cambial) que deve ser adotado por um país emergente, que necessita simultaneamente: perseguir, adquirir e manter sua credibilidade perante os investidores (agentes econômicos); crescer a taxas elevadas; distribuir progressivamente sua renda; realizar profundas reformas econômicas e estruturais; e manter sua competitividade no mercado internacional.

⁶³ Giambiagi (2000) aponta ainda outros motivos pelos quais a economia brasileira não sofreu efeitos tão perversos no choque de 1999. Em primeiro lugar, o Brasil já se encontrava em franca recessão desde o ano anterior, em virtude da política de juros elevados do Banco Central; em segundo lugar, ao longo de sua história o país já atravessara crises extremamente severas, nas quais, contudo, a queda do PIB nunca fora tão acentuada como nos países asiáticos; e, por fim, o Brasil não sofreu os efeitos de uma crise financeira causada por um "efeito-dominó", na qual a desconfiança dos investidores leva à bancarrota algumas instituições bancárias, que, por sua vez, trazem abaixo consigo diversas outras empresas (inclusive de outros países), num movimento em cascata. Mas esses fatores parecem antes serem decorrentes de fato de a realidade econômica brasileira ser sensivelmente distinta daquela de outros países emergentes, qual seja, de ser menos dependente economicamente das exportações e de possuir sistema financeiro historicamente pouco afeito à expansão do crédito.

Uma característica fundamental observada em praticamente todos os países estudados neste trabalho é a vigência de um regime com taxas de câmbio fixas no momento da eclosão das crises. O sistema cambial fixo revelou-se extremamente suscetível a ataques especulativos quando adotado por países que possuem um setor financeiro fragilizado e apresentam persistentes debilidades macroeconômicas. Isso demonstra a insustentabilidade desse regime cambial em longo prazo num ambiente de frequentes choques externos causados pela intensificação e volatilidade do movimento internacional de capitais, além da instabilidade gerada pela progressiva liberalização dos mercados.

O modelo de câmbio flutuante adotado por esses países após a derrocada de suas moedas, embora não os imunize contra os efeitos de crises internacionais e fuga de capitais, permite uma melhor absorção desses choques com a suavização de seu impacto sobre o lado real da economia. Mas é também preciso atentar para o comportamento do mercado financeiro dos países emergentes em resposta às políticas macroeconômicas do governo. É evidente a possibilidade de crises cambiais serem causadas ou terem seus efeitos amplificados pela instabilidade do sistema financeiro, decorrente tanto de choques de liquidez e descasamento patrimonial quanto de problemas de *moral hazard* e deficiências regulatórias.

A crise cambial mexicana (1994/95) obedeceu, em termos gerais, ao padrão previsto pelos modelos de primeira geração de crise cambial, baseados na inconsistência dos fundamentos econômicos com patamar cambial rígido. A âncora cambial no México, responsável direta pelo esvaziamento das reservas internacionais do país, foi acompanhada, ao mesmo tempo, da prática de política fiscal relaxada e de déficit público elevado. Segundo o modelo original de Krugman (1979), a combinação de taxas de câmbio fixa e déficits fiscais persistentes são condições necessárias e suficientes para antecipação de um colapso cambial.

A crise asiática de 1997 gerou profundo questionamento em relação ao poder explicativo dos modelos convencionais de crises cambiais, demonstrando a necessidade de incorporar a esses modelos o elo fundamental que une a fragilidade financeira às crises cambiais. Enquanto Krugman (1998) propunha a construção de novo modelo de geração de crises cambiais que enfatizasse as relações vigentes no sistema financeiro de cada país ao invés de atentar apenas para as variáveis macroeconômicas outros autores, como Chang e Velasco (1998), argumentaram que tais crises poderiam ser explicadas com base nos modelos existentes, bastando para tanto a inclusão de considerações pertinentes sobre o setor financeiro de cada país analisado.

Corsetti, Pesseti e Roubini (1998) e Krugman (1998) argumentam que, mesmo sem evidência de desequilíbrio corrente nas contas públicas, governos que sinalizam a disposição de socorrer agentes privados com problemas patrimoniais estão, na verdade, apresentando "déficit fiscal escondido" que pode ser antecipado

pelos agentes precipitando ataque especulativo. Embora na origem de uma crise financeira possa de fato haver um problema de *moral hazard*, é preciso ressaltar que a incerteza é um componente essencial da lógica financeira capitalista, e ela não pode ser explicada apenas pelo comportamento oportunístico dos agentes.

A construção de um sistema financeiro sólido necessariamente implica numa profunda identificação entre os interesses público e privado, o que torna o risco moral um elemento inerente ao comportamento dos agentes financeiros. Em virtude dos problemas de contágio e do "comportamento de manada", que independem da predisposição macroeconômica de um país para desencadear um ataque especulativo, torna-se mais relevante analisar os canais de transmissão das crises cambiais entre países e sua relação com o setor financeiro da economia que tentar precisar o fenômeno último que originou a crise. Tampouco reconhecer a existência de "déficits fiscais escondidos" implica a possibilidade de calculá-los com precisão, o que sugere que devemos denotar maiores esforços no sentido de compreender as especificidades econômicas dos países afetados. É necessária a elaboração de novo modelo de crise cambial que compreenda adequadamente essas questões. Para tanto, o diálogo com outras abordagens do pensamento econômico que enfatizam a importância dos fenômenos monetários e da incerteza na explicação das flutuações econômicas se mostra essencial.

A crise brasileira caracteriza-se essencialmente por apresentar elementos do modelo de primeira geração, e em menor grau também alguns elementos do modelo de segunda geração. Embora o governo apresentasse evidentes resultados fiscais incompatíveis com um regime de câmbio fixo, os agentes econômicos anteciparam a insustentabilidade do regime cambial em médio prazo, precipitando a fuga de capitais do país. Pode-se apontar aqui tanto sinais de contágio oriundos da crise russa (1998) quanto à deterioração das expectativas em relação aos fundamentos futuros da economia, elementos que caracterizam os modelos de segunda geração de crises. Mas é improvável que o país tivesse condições de manter a paridade cambial existente antes da crise, ainda que a um custo extremamente elevado, tal como preveem alguns modelos de segunda geração⁶⁴, pois a maior parte dos agentes econômicos já antecipava a inviabilidade

⁶⁴ Franco (1999) defendeu a possibilidade de manutenção da política cambial anterior, cuja viabilidade seria demonstrada pelo pronto recuo do dólar no momento seguinte ao do overshooting causado pela desvalorização, chegando mesmo a se aproximar da cotação almejada anteriormente pela política de minidesvalorizações com câmbio controlado. Mas a rápida recuperação da sanidade do balanço de pagamentos que se seguiu à desvalorização do real, aliada aos bons resultados fiscais do governo e principalmente à perspectiva de estabilização do crescimento outrora vertiginoso da dívida pública, deve ser creditada ao sucesso da política de câmbio flutuante adotada em 1999, e não guarda nenhuma relação com uma pretensa viabilidade do regime cambial fixo, que aliás foi um dos principais elementos causadores da crise.

do modelo macroeconômico brasileiro desde muito antes do auge da crise⁶⁵.

REFERÊNCIAS:

ANNUAL REPORT, 68. Basiléia: Bank for International Settlements. **World economics outlook**. Washington, DC: IMF, 1998. Disponível em: <www.bis.org>; <www.imf.org>. Acesso em: jun. 1998.

ALVO, G. A. **Variedes of capital – market**. Working paper University of Mariland, College Park, MD, 1996.

_____. **Understanding the Russian virus: with special reference to Latin America**. Disponível em: <www.bsos.umb.edu/econ/ciecalvo>. Acesso em: out. 1996.

_____. **Contagion in emerging markets: when Wall Street in a carrier**. Disponível em: <www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo>. Acesso em: fev. 1999.

COSTA, F. N. **Economia Monetária e Financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron Books, 2003.

CHANG, R.; VELASCO, A. **The asian crises**. 1998 (mimeo).

CORSETTI, G.; PESSETI, P.; ROUBINI, N. Paper tigris? A preliminary assessment of the asian crises. In: SEMINAR ON MACROECONOMICS (ISOM) Lisboa. **Anais...** NBER – Bank of Portugal. Setembro, 1998. Mimeo.

DORNBUCH, R. e WERNER, A. Mexico: stabilization, reform and no growth. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. I, p. 253-297, 1994.

EDWARDS, S. **The Mexican peso crises: how much did we know? When did we know it?** University of California, 1997. Disponível em: <www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards> (NBER Working Paper Series n.6334).

⁶⁵ O abandono do regime de câmbio fixado não parece ter sido fruto de fraqueza do governo brasileiro em implementar políticas de alto custo social e sacrifício em termos de crescimento econômico, haja vista o consenso entre as lideranças políticas nacionais a respeito da gravidade da situação econômica do país e da urgência para a tomada de decisões extremamente impopulares naquele momento. Além disso, o impacto relativamente modesto da crise sobre o desempenho da economia brasileira confirma a hipótese de que os agentes já haviam antecipado a inconsistência da política cambial praticada e se prepararam para a desvalorização do real muito antes de esta de fato se concretizar, resultando que o governo seria incapaz doravante de manter a paridade cambial não apenas em virtude dos custos crescentes, mas principalmente em virtude da inconsistência de sua política com as expectativas de ampla gama de agentes econômicos influentes.

EICHENGREEN, B., ROSE, A.; WYPLOSZ, C. **Contagious currency crises**, Center for Economic Policy Research (CEPR) n.1453., 1996.

FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples, **Journal of International Economics**, v. 17, p.1-13, 1984.

FLOOD, R., GARBER, P.; KRAMER, C. Collapsing exchange rate regimes: another linear example, **Journal of International Economics**, v. 41, p. 223-234, 1996.

FLOOD, R.; MARION. **Perspectives on the recent currency crises literature**, University of Cambridge, jan. 1998. (NBER Working Paper Series nº 6380).

FRANCO, G. H. B. "A favor da mestiçagem". **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 2 mai 1999.

GIAMBIAGI, F.; AVERBURG, A. **A crise brasileira de 1998/1999**: origens e conseqüências. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Textos para Discussão, nº 77).

KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. **Journal of Money, Credit and Banking**. v. 11, p. 311-325, aug. 1979

_____. **Currency crises**, out. 1997 (mimeo).

_____. **What happened to Asia?** Disponível em: <<http://web.mit.edu/www/disinter.html>>. Acesso em: jan. 1998. (mimeo).

_____. **Balance sheets, the transfer problem and financial crises**. 1999. (mimeo).

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**. São Paulo: Makron Books, 2001.

OBSTFELD, M. **The logic currency crises**. *Cahiers Economiques et Monetaire*, v. 43, p. 189-213, 1994.

_____. **Models of currency crises with self fulfilling features**. Center for Economics Policy Research (CEPR), n. 315, 1996.

RADALET, S.; SACHS, J. **The onset of the east Asian financial crisis**. NBER Working Paper Series, n. 6680. Disponível em: <www.nberws.nber.org/papers/w6680>. Acesso em: mar. 1994.

SALAND; HENDERSON. Market anticipation of government policy and price of good, **Journal of Political Economy**, v. 86, p. 627-648, 1978.